

Srećko Novaković\*

## NORMATIVNO REGULISANJE TRŽIŠTA KAPITALA

**Sažetak:** *Država se kao učesnik na tržištu kapitala javlja kao investitor, korisnik, regulator i kontrolor. Normativno regulisanje tržišta kapitala može da omogućiti stvarno funkcionisanje tržišta kapitala ukoliko se ispune druge sistemske pretpostavke za njegovo funkcionisanje (stabilnost nacionalne valute, zadovoljavajući poslovno-finansijski bonitet učesnika na tržištu kapitala, razvijene finansijske institucije i finansijski instrumenti, stabilnost pravnog sistema i kadrovska osposobljenost).*

*Investitori su vlasnici kapitala bez kojih nema ni tržišta kapitala. Korisnici kapitala su kupci kapitala koji nude investitori. Posrednici određuju obim i realizaciju ponude i tražnje na tržištu kapitala. Posrednike delimo na bankarske organizacije (komercijalne banke, investicione banke, univerzalne banke, štedno-kreditne zadruge), investicione fondove, finansijske institucije kao institucionalne posrednike (dilerske, brokerske i druge posredničke institucije), berze i druge specijalizovane institucije tržišta kapitala.*

**Ključne reči:** *tržište kapitala, investitor, korisnik, finansijske institucije*

## NORMATIVE REGULATION OF CAPITAL MARKET

**Abstract:** *The State as a participant at the market of capital appears as an investor, user, regulator and controller. Normative regulation of capital market can enable good functioning of market of capital if other institutional presumptions important for its functioning (stability of national currency, satisfactory level of business and finance of participants at the market of capital, developed financial institutions and financial instruments, stability of law system and skilful staff) are fulfilled.*

*Investors are capital owners and without them capital market cannot exist. Users of capital are buyers of capital offered by investors. Brokers determinate volume and realization of supply and demand at the market of capital. Brokers are: banking organizations (commercial banks, investment banks, universal banks, saving-banks); investment funds, financial institutions in the form of institutional agents (holding companies, diler's, broker's and other similar institutions), stock exchange and other specialized institutions of capital market.*

**Key words:** *capital market, investor, user, financial institutions*

---

\* Dr Srećko Novaković, predsednik Holding kompanije "SOLID" i profesor na Visokoj školi za uslužni biznis Istočno Sarajevo – Sokolac.

## 1. UVOD

Društveni život je nemoguć ukoliko se ne ublaži trka za ostvarivanjem sopstvenih interesa i ne pokaže briga i poštovanje za sve subjekte društva. Društvo koje bi se sastojalo samo od tvrdih egoista samo bi sebe uništilo. Pomirenje pojedinačnih i društvenih interesa je uslov opstanka. Neophodnost usklađivanja, pojedinačnih i društvenih interesa uslovljava potrebu za postojanjem tržišta. Tržišni mehanizam dovodi u sklad suprotne interese učesnika na tržištu kapitala. Istovremeno, stvaranje zakonskih ograničenja za tržište najčešće se pravda potrebom zaštite manje snalažljivih građana od eventualnog iskorišćavanja. Institucionalno regulisanje tržišta treba da reši dve bitne stvari:

- da omogući slobodno delovanje tržišnog mehanizma uz sprečavanje obmane lakovernih. U protivnom, može se ugroziti ugled tržišta i na taj način potkopati njegovo uspešno funkcionisanje.
- da omogući razvoj preduzetničke sposobnosti učesnika na tržištu.

Ponašanje u skladu sa zakonom znači slediti veoma težak put kojim se obezbeđuje pošten rad uz slobodno delovanje tržišta. Slično tome, finansijski propisi vezani za tržište kapitala, čini se, treba da počivaju na:

- Ograničenjima kojima se propisuju obaveze zakonski zasnovanog javnog organa koji je dužan da sprovodi i kontroliše propise.
- Dobrovoljnosti koja podrazumeva sopstveno određivanje pravila, kojima se eventualne zloupotrebe svode na najmanju moguću meru.

## 2. UČESNICI NA TRŽIŠTU KAPITALA

Uopšteno govoreći, uspešno normativno regulisanje tržišta kapitala podrazumeva jasno definisanje sledećih učesnika na tržištu kapitala:

- investitora;
- korisnika kapitala;
- posrednika;
- države.

Jedan od najvažnijih zadataka savremenog tržišta kapitala je zaštita i očuvanje investitora, tj. vlasnika kapitala, jer bez njih nema ni tržišta kapitala. Postojanje tržišta kapitala je neraskidivo povezano sa postojanjem investitora – vlasnika kapitala. Zaštita investitora je nužan uslov za uspešno funkcionisanje tržišta kapitala. Investitora treba štititi od strane korisnika kapitala, od strane posrednika na tržištu kapitala i od rizika povraćaja kamate i oplate.

Zaštita investitora sprovodi se, pre svega, kroz detaljno, istinito informisanje vlasnika kapitala o svim činjenicama na osnovu kojih donosi odluku o ulaganju svog kapitala. Pomenutim informacijama potrebno je sprečiti buduće dužnike da na bilo koji način zloupotrebe investitora. Zaštita interesa vlasnika kapitala odvija se putem propisivanja strogih pravila ponašanja, pa sve do oštrih kazni za prekršioca.<sup>1</sup>

Korisnici kapitala pojavljuju se na tržištu kao kupci kapitala koji nude investitori. Oni istovremeno postaju dužnici. Korisnici kapitala na tržištu kapitala preduzimaju poslovne operacije na primarnom i sekundarnom tržištu. Na primarnom tržištu (tržište emisija) odvijaju se sledeće aktivnosti: priprema, pojava i predstavljanje emisije na tržištu kapitala, registrovanje emisije kod ovlašćenih organa, plasman i zatvaranje emisije.

Na sekundarnom tržištu (tokovi akumulacije) odvija se kupoprodaja već izdatih hartija od vrednosti, isplata dividendi po akcijama, povraćaj glavnice i isplata kamatnih kupona po izdatim obveznicama.

Najmalobrojniju grupu (u kvantitativnom smislu) na tržištu kapitala čine različiti posrednici. Međutim, u kvalitativnom smislu ovo je najvažnija grupa subjekata na tržištu kapitala. Investitori stvaraju ponudu na tržištu kapitala, korisnici kapitala tražnju, a posrednici određuju obim i realizaciju i ponude i tražnje na tržištu kapitala. Bez kvalitetnih posrednika ni značajan broj investitora i korisnika kapitala neće pomoći stvaranju efikasnog tržišta kapitala. U zemljama poput Brazila, Koreje i sl., na primer, postoji prilično neefikasno tržište kapitala zbog nerazvijenosti bankarsko-finansijskog sektora.

Podelu posrednika na tržištu kapitala možemo izvesti na više načina. Čini se da je organizacioni kriterijum deobe najprihvatljiviji. Prema tom kriterijumu posrednike na tržištu kapitala delimo na:

- bankarske organizacije;
- investicione fondove;
- finansijske institucije kao institucionalne posrednike;
- berze i druge specijalizovane institucije tržišta kapitala.

Bankarske organizacije na tržištu kapitala se javljaju kao:

- investitori koji plasiraju svoj kapital u svoje ime i za svoj račun;
- kao korisnici kapitala koji uzimaju kapital u svoje ime i za svoj račun;
- kao komisionari koji plasiraju kapital u svoje ime, a za tuđ račun, ili mobilišu kapital za korisnika u svoje ime, a za njegov račun i kao
- isti posrednici koji rade u ime i za račun investitora ili korisnika kapitala.

<sup>1</sup> Tržišna zaštita poverioca je uvek daleko efikasnija od npr. zaštite putem bankarskih garancija i sl.

Banke imaju dominantnu ulogu na tržištu kapitala i na njemu se pojavljuje veći broj različitih banaka. Pretvaranje novca u kapital prvenstveno realizuju komercijalne banke.

Istovremeno, komercijalne banke, zbog svoje težnje za ostvarivanjem velikih profita, često mogu da budu i uzročnici negativnih kretanja na tržištu novca i kapitala. Zbog toga rad komercijalnih banaka treba uvek da bude pod kontrolom centralne banke.

Zahvaljujući svojoj rasprostranjenosti, ove banke su u mogućnosti da svojom ponudom i tražnjom na tržištu kapitala brzo stignu do svog investitora ili korisnika kapitala, te je zbog toga izuzetno značajna njihova komisiona i posrednička uloga.

Investicione banke su najmoćniji učesnici na tržištu kapitala. Za razliku od komercijalnih banaka, čije izvore uglavnom čini kratkoročni kapital, izvore investicionih banaka čini vlastiti kapital. Za razliku od komercijalnih banaka, ove banke nemaju veliki broj filijala pa je njihova uloga na sekundarnom tržištu kapitala neuporedivo manja u odnosu na ulogu depozitnih banaka. Zbog posedovanja sopstvenog kapitala i angažovanja svojih eksperata za transakcije na primarnom tržištu kapitala (emisiono tržište) ove banke na polju aktivnosti emisije i plasmana hartija od vrednosti imaju vodeću ulogu. Hipotekarne banke imaju posebnu ulogu na bazi emisije i plasmana zasnovanog na hipotekama (zalaganje imovine korisnika hipotekarnog kredita). Zbog toga su njihove hartije od vrednosti najkvalitetnije i one pospešuju razvoj stambene i komunalne delatnosti.

Univerzalne banke nastoje da maksimalno iskoriste sve prednosti komercijalnih i investicionih banaka. Ove banke najveću pažnju posvećuju uvećanju sopstvenog kapitala, sopstvenim emisijama hartija od vrednosti i obezbeđenju većeg stepena likvidnosti.<sup>2</sup>

Štedionice i štedno kreditne zadruge obično se bave izdavanjem sopstvenih ili još češće komunalnih hartija od vrednosti, plasiraju mobilisani kapital svojim komitentima najčešće u obliku hipoteke, jer raspolazu najširoom mrežom svojih filijala. One se bave transakcijama na sekundarnom tržištu kapitala, ali sve u svemu one su najznačajnije za svoje osnivače.

Investicioni fondovi nastali su u industrijski razvijenim zemljama gde je zbog brzog razvoja tržišta kapitala bankarski sistem postao kočnica daljeg razvoja tržišta kapitala. Osnivanjem investicionih fondova obogaćena je institucionalna struktura bankarskih organizacija, što je dovelo do uvećanja mobilizatorske uloge kapitala, kao i stabilnog razvoja tržišta kapitala. Osnivači investicionih fondova obično su privredni subjekti – akcionari ili država. Iako nemaju status banke, oni obavljaju gotovo sve bankarske poslove. Investicioni fondovi mogu da budu otvoreni, zatvoreni ili državni. Kod otvorenog investicionog fonda vlasnik akcije ima pravo da u svakom trenutku proda svoju akciju samom fondu i tako povuče

<sup>2</sup> Osim toga one stvaraju mrežu svojih filijala, zbog čega su u prednosti nad investicionim bankama na sekundarnom tržištu kapitala.

nazad svoj uloženi kapital. Investicioni fond zatvorenog tipa osniva se emisijom akcija koje garantuju njihovim vlasnicima sva prava koja akcija u sebi sadrži. Unovčavanje akcija kod ovih fondova moguće je jedino na sekundarnom tržištu kapitala, zbog toga je pasiva ovog fonda kvalitetnija od pasive investicionog fonda otvorenog tipa. Državni investicioni fond obično se osniva u formi fonda otvorenog tipa i posebno je pogodan za zemlje sa mladim i nedovoljno razvijenim tržištem kapitala, jer ovaj fond ima najsigurnije plasmane. Osiguravajuća društva i penzioni fondovi predstavljaju specijalizovane institucionalne posrednike koji raspoložu značajnim iznosom kapitala koji prikupljaju putem premija za socijalno osiguranje, za zdravstvenu zaštitu, za nezaposlenost, za osiguranje života i imovine i putem uplata za penzione fondove.

Imajući u vidu siguran i redovan priliv kapitala ovi fondovi su od naročitog značaja za uspešno funkcionisanje tržišta kapitala. Na tržištu kapitala oni se uglavnom pojavljuju kao investitori, veoma retko kao korisnici, a nikada kao čisti posrednici.

Specijalizovane institucije za preuzimanje, plasman emisije i preprodaju hartija od vrednosti uglavnom se bave špekulativnim poslovima. Njihova osnovna poslovna preokupacija sastoji se u preuzimanju hartija od vrednosti po kursu koji je uvek niži od emisionog. Zatim se različitim metodama povećava cena preuzetih hartija od vrednosti i stiže zarada na bazi novog većeg berzanskog kursa. Kao učesnici na tržištu kapitala nastupaju uvek u svoje ime i za svoj račun. Zbog svega toga i njih je potrebno kontrolisati.

Dilerske, brokerske, eskontne, lombardne, avalne i dr. posredničke institucije predstavljaju jedine prave posrednike između investitora i korisnika kapitala. Svoje poslove na tržištu kapitala one obavljaju obično u tuđe ime i za tuđ račun, ređe u svoje ime i za tuđ račun, i nikad u svoje ime i za svoj račun. Za svoje usluge naplaćuju posredničku proviziju. Njihov broj na tržištima kapitala je ogroman i mogu da zapošljavaju od jednog do znatnog broja zaposlenih.

Berze su, možda, najznačajnije institucije na tržištu kapitala. One treba da omogućе razmenu ponude sa tražnjom na najvišem kvalitativnom i kvantitativnom nivou, utvrde tržišnu cenu hartija od vrednosti i omogućе stabilnost na tržištu kapitala.

Država se kao učesnik na tržištu kapitala javlja se kao investitor, korisnik, regulator i kontrolor. U savremenoj praksi država se kao investitor ili korisnik kredita često pojavljuje i u regulisanju ponude i tražnje i ukupnih tržišnih odnosa na tržištu kapitala. Regulativna uloga države mora da bude objektivna i nezavisna. Zakonsku regulativu država sprovodi putem donošenja zakona kojima se regulišu sva pitanja sistemskog karaktera vezana za postojanje i uspešan rad tržišta kapitala. Država svoju regulativnu ulogu ostvaruje i preko različitih komisija za registraciju emisija hartija od vrednosti. Svoju kontrolnu funkciju država ostvaruje putem kontrole primene svih zakona i podzakonskih propisa, kontrole i nadzora nad radom berzi i kontrole svih informacija bitnih za učesnike na tržištu kapitala. Institucionalno regulisanje tržišta kapitala, u smislu navedenih predloga, od izuzetnog je značaja za uspešno funkcionisanje našeg

privrednog sistema i poboljšanje životnog standarda svakog građanina. Putem tržišta kapitala uvećava se i društveni proizvod i bogatstvo svakog pojedinca.

Međutim, efikasnog tržišta kapitala ne može biti dok se ne prevaziđu sistemska ograničenja za njegovo funkcionisanje.

Naime, treba da prevaziđemo političku nestabilnost, nestabilnost pravnog sistema, obezbedimo zadovoljavajući poslovno finansijski bonitet učesnika na tržištu kapitala, razvijemo finansijske institucije i finansijske instrumente. Naravno, stabilnost domaće valute i kadrovska osposobljenost su nezaobilazni preduslovi koje treba obezbediti ako želimo da istinski razvijemo tržište kapitala u našim uslovima.

Prevazilaženjem navedenih sistemskih nedostataka, uz predloženo institucionalano regulisanje tržišta kapitala, moguće je stvoriti uslove za uspešno funkcionisanje tržišta kapitala koje može da bude jedan od značajnih pokretača razvoja našeg ekonomskog sistema, rasta društvenog proizvoda i uvećanja bogatstva svakog građanina.

### 3. ORGANIZACIJA I NORMATIVNO REGULISANJE TRŽIŠTA KAPITALA

Institucionalno regulisanje tržišta kapitala može se organizovati na više načina. Institucionalnim – zakonskim rešenjima može se ustanoviti jedan opšti red u kojem se niko ne može baviti investicionim poslovima ako mu za to neki od nadležnih organa nije izdao ovlašćenje. Svako ko želi da se bavi investicionim poslovima, mora da zatraži dozvolu od nadležnih organa koja mu izdaju dozvolu ako su sigurni da se radi o pravom i sposobnom investicionom subjektu. Na primer, Udruženje za hartije od vrednosti, u koje se učlanjuju posrednici vrednosim papirima, obrađuje molbe preduzeća koristeći se pri tome veoma strogim postupkom za odobravanje pristupa u članstvo, te organizuje ispite za registrovane posrednike i učesnike na tržištima koji istinski vode investiciono poslovanje dotičnog preduzeća. Takođe, treba garantovati zaštitu investitora. Udruženja za hartije od vrednosti moraju poštovati posebna pravila koja se tiču odnosa između članova ovog udruženja klijenata, službenog oglašavanja, davanja saveta i preporuka, i vođenja evidencija. Ova pravila treba da imaju zakonsku snagu tako da se preduzeća mogu sudski goniti ako neki subjekt ostvari gubitak koji je posledica propusta u poštovanju takvih pravila. Na kraju, neophodno je vršiti nadzor i kontrolu nad knjigovodstvenom evidencijom, kao i redovno podnositi izveštaje o finansijskom stanju određenog člana.

Priznate investicione berze moraju da budu sigurne da su tržišne informacije podjednako dostupne svim korisnicima njihovih usluga. Kontrola putem kompjutera treba da omogućí uvid u sve zaključene poslove. Imenovanje organizacija sa vlastitim regulisanjem (Udruženje za hartije od vrednosti i sl.) ili priznatih investicionih berzi, može se vršiti na višoj hijerarhijskoj instanci putem Odbora za vrednosne papire i investicije sa veoma velikim područjem regulisanja koje obuhvata sve od internog vođenja penzionih fondova

do trgovine fučers ugovorima i opcijama. Različite oblike investicionog poslovanja mogu da pokrivaju sledeće organizacije sa sopstvenim regulisanjem:<sup>3</sup>

1. Udruženje za hartije od vrednosti u čijoj nadležnosti mogu da budu preduzeća posrednici vrednosnim papirima, tj. kupci i prodavci hartija od vrednosti. U nadležnosti ovog Udruženja mogu biti i državne obveznice, korporacijske obveznice, trajni kapital, finansijski fučers ugovori i opcije, kao i korporativno, finansijsko i investiciono upravljanje.
2. Udruženje finansijskih posrednika, menadžera i brokera za regulisanje trgovine. Ovo je organizacija raznih nezavisnih posrednika koji daju informacije o raznim investicionim poslovima (životno osiguranje, fondovi poverioca itd.).
3. Organizacija za regulisanje upravljanja investicijama. Ova organizacija daje ovlašćenja potrebna investicionim menadžerima, naročito onima koji upravljaju institucionalnim fondovima i zajedničkim investicionim planovima.
4. Organizacija za regulisanje životnog osiguranja i fondova poverioca. Ona se bavi menadžerima preduzeća za osiguranje života i fondovima poverioca koji učestvuju u vođenju investicija povezanih sa poslovima osiguranja i fondom poverioca. Preduzeća koja se bave životnim osiguranjem moraju da imaju ovlašćenja za svoj rad u skladu sa propisima za rad osiguravajućih društava, a preduzeća za vođenje fondova poverioca pribavljaju dozvole od Udruženja za vrednosne papire i sl.
5. Udruženje brokera i posrednika na tržištima fučers ugovora daje ovlašćenja za rad preduzećima koja trguju i posreduju finansijskim i robnim fučers ugovorima i opcijama.
6. Priznate investicione berze predstavljaju ovlašćenje investicione berze koje svoj status dobijaju ako poseduju finansijska sredstva nužna za uredno obavljanje svojih zadataka, ako primenjuju određena pravila koja garantuju uredno vođenje poslova i zaštitu investitora, ako sprovode nadzor i kontrolu nad propisima, sprovode istragu u vezi sa žalbama i omogućuju klijentima koji kupuju i prodaju vrednosne papire na berzi dobijanje pravih informacija. Nije nužno da investiciona preduzeća posluju isključivo na nekoj priznatoj berzi, ali je nužno da uvek pružaju informacije koje idu u prilog zaštite investitora.

Kao posledica svih ovih normativnih rešenja javljaju se i određeni troškovi vezani za:

- izradu raznih stručnih ekspertiza;

<sup>3</sup> King, Wodhwani (1990).

- obradu eventualnih žalbi, stvaranje rezervnih fondova koji služe za kompenzaciju gubitaka koje su pretrpeli investitori kad članice berze nisu ispunile svoje obaveze.

Drugi, originalni put stvaranja normativnih osnova za funkcionisanje tržišta kapitala može se ostvariti na sledeći način:<sup>4</sup> Ministarstvo finansija može da sprovodi kontrolu nad finansijskim sektorom koristeći tri resora (za bankarstvo, hartije od vrednosti i međunarodne finansije). Ostale institucije koje vrše kontrolu su: Centralna banka koja kontroliše bankarstvo, Ured za vrednosne papire koji donosi propise kojih se moraju pridržavati tržišta vrednosnih papira, kao i razna institucionalna i strukovna tela koja takođe vrše određenu kontrolu (npr. Udruženje posrednika vrednosnim papirima itd.).

#### 4. ZAKLJUČAK

U uslovima stabilne nacionalne valute, zadovoljavajućeg poslovno-finansijskog boniteta učesnika na tržištu kapitala, razvijenih finansijskih institucija i finansijskih instrumenata, stabilnog pravnog sistema i kadrovske osposobljenosti, institucionalno regulisanje tržišta kapitala može, u smislu izloženih predloga, da pospeši ponudu i tražnju za dugoročnim hartijama od vrednosti na tržištu kapitala.

Treba imati u vidu činjenicu da tržište kapitala predstavlja samo jedan od izvora finansiranja preduzeća u razvijenim tržišnim privredama. Finansiranje putem sopstvenog kapitala i bankarskih kredita je često dominantniji oblik finansiranja preduzeća, pa je i u tom smislu ograničeno dejstvo tržišta kapitala.

Neosporno je da tržište kapitala predstavlja jedan od važnih pokretača ekonomskog rasta i razvoja. Međutim, nije realno očekivati da normativno regulisanje tržišta kapitala može da omogući i stvarno funkcionisanje tržišta kapitala, ukoliko se ne ispune druge sistemske pretpostavke za njegovo funkcionisanje.

Stvaranje sistemskih pretpostavki za funkcionisanje tržišta kapitala uz njegovo normativno regulisanje, u smislu izloženog, sigurno predstavlja značajnu bazu za uvećanje bogatstva našeg društva i naših građana.

#### LITERATURA

- [1] Clements, J., (1988) *Stock Answers: A Guide to the International Equities Market*, London, Cassell Academic.

<sup>4</sup> Schwert (1990).



- [2] King, M. A., Wodhwani, S., (1990) *Transmission of Volatility between Stock Markets*, "The Review of Financial Studies", Vol. 3, No. 1, pp. 5–33, Oxford, Oxford University Press.
- [3] Matsumato, T., (2004) *Japanese Stocks: A Basic Guide for the Intelligent Investor*, Tokyo, Kondansha International.
- [4] Powell, J. L., (2003) *Issues and Offers of Company Securities: The New Regimes*, London, Sweet & Maxwell.
- [5] Schwert, W., (1990) *Stock Market Volatility*, "Financial Analysts Journal", May/June 1990, Vol. 46, No. 3, pp. 23–34, Charlottesville, VA, CFA Institute Publications.